

日期: 2009 年 6 月 10 日



首席宏观分析师 胡月晓  
021-53519888-1917  
huyuxiao@sigchina.com

# 流动性推高的资产价格是否稳固？

报告编号: HYX09-HGZT04

相关报告:

《中国离流动性陷阱有多远》

HYX09-HGZT03

## ■ 主要观点:

### 货币流动性和资产价格间表现受到诸多因素限制

货币流动性是否和资产价格具有线性相关关系, 存在较大的不确定性。货币流动性增加若要引起股票一般价格水平( 股价指数) 的上升, 需要满足以下几个条件: 1) 市场容量不变; 即未有新股发行或上市。2) 情势相符; 即货币流动性增加是由经济形势好转引起对货币需求的增加引起的。3) 经济运转处于远离“流动性陷阱”状态。

### 投资变动主要取决于预期收益而非资金成本

投资行为深受投资所发生资本成本的影响, 但并不取决于资本成本; 从财务决策的角度, 投资行为发生与否, 最终取决于投资预期收益和资本成本的比较。资本成本对应着资金供应, 而预期收益对应着资金运用。

### 流动性变动对资产价格的作用

流动性对资产价格的影响, 实际上属货币市场与资本市场连接机制问题。流动性属于货币市场范畴, 资产价格是投资市场上资产未来收益的折现。货币市场和资本市场两市场间的联系渠道主要体现在资金连接和价格连接两个方面。在经济低迷时期, 由于投资受预期收益下降的影响而不会大规模地自发性扩张, 资产的供应减少, 投资需求力度减弱的情况下, 资产价格的升高难以导致“泡沫”产生。资产泡沫的产生, 通常产生于经济繁荣时期、流动性扩张的情况下。

### 经济基础决定流动性推高的资产价格是否稳固

对当前我国流动性扩张、推动股指上升的现象, 市场的普遍解释是: 经济已经见底, 股指提前反映经济走势。流动性扩张要能推动资产价格上升, 只有在经济扩张的前提条件下。经济扩张的界定, 是实际经济增长超过经济潜在增长, 即实际 GDP 相对于潜在 GDP 上升。因此, 中国目前扩张的流动性所推高的股指是否牢固, 关键看中国潜在 GDP 的水平如何。

### 中国当前经济潜在增长水平判断

潜在经济增长率是指一国( 或地区) 在各种资源得到最优和充分配置条件下, 所能达到的最大经济增长率。潜在经济增长水平高低取决于两个因素: 资源最优利用; 资源充分利用。我国以往对潜在增长率的判定, 由于不重视资源的可持续最优利用, 估计普遍偏高( 8% 以上), 实际上, 考虑环境和社会和谐因素, 从中国经济长期运行的情况判断, 中国目前 GDP 的潜在增长水平应在 6%-7% 之间。过去 30 年, 中国经济几乎连年处在经济扩张期。

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、流动性和资产价格 .....                | 3  |
| 1. 流动性的概念和划分 .....              | 3  |
| 2. 流动性对资产价格的影响 .....            | 3  |
| 二、流动性、资金成本和投资 .....             | 8  |
| 1. 流动性并不决定资金成本 .....            | 8  |
| 2. 是预期收益而非资金成本决定投资 .....        | 9  |
| 3. 投资变动与资产价格变化 .....            | 11 |
| 三、流动性增加导致了资产泡沫吗？ .....          | 12 |
| 1. 流动性变动对资产价格的作用 .....          | 12 |
| 2. 流动性对资产价格不同影响的实践 .....        | 15 |
| 3. 当前中国流动性扩张推高的资产价格基础稳固吗？ ..... | 17 |
| 4. 以“泡沫”治“泡沫”的政策能否有效？ .....     | 19 |

## 图

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1 货币扩张的价格影响效应 .....          | 5  |
| 图 2 两种流动性相互影响 .....            | 8  |
| 图 3 分别决定的资本成本和货币成本 .....       | 9  |
| 图 4 “投资随预期收益（利润）增长” .....      | 10 |
| 图 5 工业增长带动投资变化 .....           | 10 |
| 图 6 投资成本并不决定投资增长 .....         | 11 |
| 图 7 均衡证券价格的决定 .....            | 14 |
| 图 8 均衡利率的决定 .....              | 14 |
| 图 9 流动性和股指同步变化并非常态（美国） .....   | 15 |
| 图 10 经济衰退时扩张流动性不推高股指（美国） ..... | 16 |
| 图 11 流动性仅在经济复苏时推高股指（日本） .....  | 16 |
| 图 12 中国流动性开始单独推高股指 .....       | 17 |
| 图 13 中国货币供给变化（%） .....         | 20 |

## 一、流动性和资产价格

### 1. 流动性的概念和划分

一般来讲，流动性可分为市场流动性和宏观流动性。

市场流动性是指某项金融资产吸收供求方面的临时冲击，却不引起价格变动的能力；是市场以合理价格迅速交易资产的能力。

可见，言及市场流动性，总是针对某一项资产而言的。市场流动性高，意味着资产的变现能力强。除非市场基础发生根本性或重大的变化，市场流动性高的资产的价格通常较为稳定，人们可将其随时转手而不至于折价太多。这说明，市场流动性是一个通常应用于二级市场（流通市场）上的概念。针对一级市场如发行市场而言，说某项即将发行的证券流动性好，只能是从预测的角度着眼。

宏观流动性，又叫货币流动性（Monetary liquidity），它是一个与金融市场上货币短期利率或总供应量有关的概念，通常指在金融交易和实体经济领域商业交易等经济活动中，交易所需货币的稳定可得性。

宏观流动性的概念一般用在短期信贷市场上。对宏观（货币）流动性的衡量通常采用货币存量（M1，M2，M3 各种层次）、货币增长率指标，或是货币存量（通常为 M2 层次上的货币存量）与某一基准如 GDP 的比率表示。由于货币流动性与利率关系密切，低利率通常与高的货币流动性相联系，因此利率通常也用于间接表征货币的流动性。

货币流动性深受金融创新和金融发展等金融业务活动的影响。银行或其它金融机构表外业务活动的开展，衍生票据等金融创新工具的发展和使用，实际上都在一定程度上创造了货币流动性。许多金融机构通过衍生金融产品交易，提供了事实上的中、短期贷款（货币流动性）。这意味着货币流动性涵盖范围的扩大，货币流动性水平的提高；货币流动性的测量也应从货币供应量范围，扩展到金融衍生交易领域和表外业务活动领域中去。

### 2. 流动性对资产价格的影响

#### 2.1 市场流动性与资产价格正相关

对市场流动性而言，某项金融产品的市场流动性与该产品的市场结构有很大关系。完全竞争市场上的产品一般具有较高的市场流动性：任何个体出于某项原由，或迫不得已出售或购买某项产品，并不会对该产品的市场供求发生影响，因而价格是稳定的。对于其它结构的市場而言，市场容量对于处在该市场上的产品的市场流动性有很大影响。

可见，市场流动性与所指产品二级市场上的边际供给弹性有很大关系，边际供给弹性大的商品一般市场流动性好，反之则反。如房产边际供给弹性少，因此要想快速出售就可能遭受很大损失。而股票由于则由于股价的微小变动一般就会带来大量交易，因而具有较高的市场流动性。对于流通盘子大的股票，由于市场参与者个别交易的行为，对其价格的影响非常有限，故其市场流动性较高。如果某股票的流动性较低，则该股票的交易成本就相应较大，投资者对持有该资产的预期收益也就相应较高，因而股票的当前价格就越低（A股市场在市场流动性方面差异不大，关于市场流动性造成的股价差异，在香港等西方成熟市场表现最为明显）。流动性成为了资产定价中的一项重要因素，流动性与资产定价是当前金融研究的热点之一。

在流动性好的股市上，交易成本低，价格受单笔买卖的影响小，投资者有信心，资源配置效率高；股市流动性可用以下四个参数定量描述：宽度、深度、弹性和即时性。

- 1) **宽度**，即交易价偏离中间价的程度；
- 2) **弹性**，即委托不平衡的调整速度；
- 3) **深度**，即在给定报价下可以交易的股票数；
- 4) **即时性**，即达成交易所需的时间长度。

由于流动性不同造成交易活跃程度和交易成本的差异，造成了某项金融资产流动性溢价的不同，因而资产定价中就不可避免地存在流动性风险，比如，大盘股和中小盘股的整体性市盈率偏差。流动性风险属于资产定价中不可分散的风险之一。相对于西方发达国家成熟资本市场而言，我国股市的流动性风险显然要大得多，故中国资本市场上股票价格通常较贵！

## 2.2 货币流动性和资产价格关系未有定论

货币（流动性）在金融领域内是分层分布的。通常金融市场可简单地划分为货币市场和资本市场。我们常说的货币市场上的流动性，是指货币市场上的流动性，货币政策的着眼点亦是货币市场。流动性扩张，首先扩张的是货币市场上的流动性。货币市场扩张的流动性，接着会通过不同途径影响资本市场和实体经济，如下图所示。扩张的流动性在金融领域内的不同分布态势，就决定了货币扩张的不同政策效果。流动性分布不同的影响，我们先前的报告（HYX09-HGZT03）曾作了专门论述。

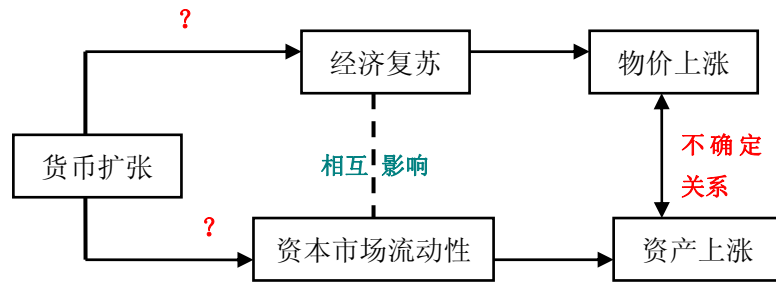


图 1 货币扩张的价格影响效应

我们在先前的报告中多次指出，货币流动性的增加要能引起实体经济部门中一般物价水平上涨，即通货膨胀，其前提条件是货币扩张引起了经济复苏，即货币政策见效。我们知道，货币政策的效应通常由于各种因素的影响，并不一定会见效，典型的如“流动性陷阱”。这就是图 1 中的第一个问号（上）。

图 1 中的第二个问号（下），论述的是流动性的去向和分布问题，这个问题我们在先前的报告（HYX09-HGZT03）有专门论述。因此，货币流动性是否和资产价格具有线性相关关系，也是存在较大的不确定性的。

综合图 1 中的 2 个问号，我们就可以很好的理解为什么通货膨胀和资产泡沫间不存在一一对应关系了。

通常认为，通货膨胀和资产价格上涨间是存在对应关系的。理论上，按照费雪定理（各种资产的名义利率=真实利率+通货膨胀率），股票的名义收益应等于它的真实收益加上通货膨胀率。费雪认为，由资本的生产率和储蓄量等长期因素决定的预期实际收益率，是相对稳定的；通货膨胀升水的变化只可能影响名义利率，至少在短期内是这样的。由于股票代表的是对真实收益的要求权，因此股权投资应是用于“对冲”（hedge）通胀的良好工具和手段（不论通货膨胀是预期的还是非预期的，或者实际发生与否）。这是将经济系统区分为名义部分和真实部分的传统经济“二分法”中的“经典观点”（Classical view）。在 20 世纪 70 年代通货膨胀流行的时期，对股票（股权投资）是否可用于对冲通胀，这个问题引起了金融经济学家们的极大兴趣。实证研究结果却表明通货膨胀和股价指数间并不存在同向变化的关系（Sellin,2001; Bakes 和 Kramer, 1999）。经验研究发现，股价和通货膨胀间的相互预测关系（即认为它们之间是一致、同向变化的正相关关系）仅在长期内成立，短期来看不成立。对现实经济生活中股价和通货膨胀之间的这种不同表现，人们有如下解释。

### 1) 货币幻觉说（money illusion hypothesis）——正相关

货币幻觉说由莫迪古里安（Modigliani）和科恩（Cohn）于1979年提出。货币幻觉说认为，在一个经历了长期低通胀的经济环境下，投资者会自动按习惯和历史通货膨胀情况对资产的名义收益率和真实收益率做出调整，对未曾预料到的通货膨胀上升也仍按习惯进行调整。这样资产名义收益率的上升，投资者会认为是真实收益的增加，于是就会对资产价格做出调整，即提高资产的价格。但名义收益率的上升很快会被通货膨胀的增加所抵消，资产（股票）价格又会回落。这样，从长期来看，股价和通货膨胀间则不存在正相关关系（这意味着股票投资不可能是通胀的良好“对冲”工具）。在一个经历了长期通货膨胀的经济环境下，投资者会自动按习惯和历史通货膨胀情况对资产的名义收益率和真实收益率做出调整。这样，通货膨胀并不会提高资产的真实收益水平，因而通货膨胀也就不能提高股票的真实价格水平；相反，投资者可能采用提高了的名义收益率作为真实折扣利率，来计算股票的价格，反而可能导致股价的下跌。只有在通货膨胀从长期上刺激了经济的增长，提高了股票的基础价值，通货膨胀和股价指数之间才会表现出正相关关系来。

## 2) 税收影响说——负相关

税收影响说的思想最早由菲德思顿（Feldstein）和休莫（Sumers）于1979年首先提出。税收影响说认为，在一个通货膨胀的环境下，销售的增长快于销货成本的增长，因为成本总是按账面成本（历史成本）计价的。所以，在高的通货膨胀环境下，应税收入被高估，在不变真实收入情况下，按名义收入计算的税收等级提高，税后真实收入下降。未预料到的通货膨胀率越高，税后的真实收入就越是下降。真实收入下降引起企业价值下降，这样企业发行股票的基础价值也随之下降，从而引起股价降低，股票投资的收益下降。股价和通胀之间表现出负相关的相关关系。

## 3) 替换资产说（Alternative Assets hypothesis）——负相关

替换资产说认为，人们以持有不同类型的多种财产的资产组合形式持有财富。通货膨胀等宏观经济环境的变化，会导致人们持有财富的资产组合中不同类型资产的收益率发生变化。通货膨胀通常导致股票市场上的收益要求提高，这会导致当前股价的下跌。通货膨胀上升，也使得人们对不同类型财富的需求发生变化；一般而言，人们对不动产等其它资产的需求会上升，而对股票等金融资产的需求会下降，这就使得股价下降。因此，通货膨胀并不必定伴随着股票价格的上升。

## 4) 行为代理说（Proxy Hypothesis）——不相关

行为代理说认为，通胀和股市收益或股票价格间无因果联系。通货膨胀和股票价格，都是由实体经济部门的运行情况所决定的。对未来经

济前景的良好预期和高产出预期将导致目前股价上扬的预期,以及对货币需求的增加。在给定的货币增长速度下,预期产出的增长将导致较低的通货膨胀(通货紧缩预期)。在描述通货膨胀与股票价格间关系时,不论及实际经济活动,实际上是将通货膨胀当作了实体经济运行表现的代表:通货膨胀与股票价格间的关系,实质上是实体部门的实际经济表现与股票价格间的关系,通货膨胀的上升时期一般也是经济周期的上升阶段,因而它们之间是正相关的关系。

综合以上分析和各种学说,我们可知,货币流动性增加若要引起股票一般价格水平(股价指数)的上升,需要满足以下几个条件:

### 1) 市场容量不变,即未有新股发行或上市

货币流动性提高改善了宏观经济情况,进而产生了使股价指数上涨的“基本面效应”。基本面效应是指基于股市的基本面分析(fundamental analysis),公司经营提高和行业前景看好的情况下,股价将提高,它建立在股利折扣模型基础之上,表达了一种要确定向股东支付所有收益的当前折现值的企图;市场上的表现就是:由于股票基础价值改善而使股票价格提高的现象。然而,公司若大量增发新股,公司股票供应量增多,股票价格一般而言会下降。货币流动性提高为股票市场的扩容提供了前提条件和准备;货币流动性是个相对的概念,股市大扩容使得股票市场上的货币流动性降低。这样,在大量增发新股的情况下,货币流动性提高对股价指数上升影响的直接途径作用就是下跌的。两条途径作用、影响综合的结果,可能造成股价指数的综合表现是向下走的。

### 2) 情势相符

即货币流动性增加是由经济形势好转引起对货币需求的增加引起的,经济形势处于经济周期的上升阶段,人们预期股指将升高,此时货币流动性增加将引起股价指数的上涨,两者的变化将是同步的。货币流动性的提高,为股票价格(或股价指数)上涨预期的实现提供了条件。某些经验研究表明,当实行顺周期的货币政策时,货币政策与股价指数间关系是正相关的;当施行逆周期的货币政策时,货币政策与股价指数间的关系是负相关的(Sellin,2001,P499)

### 3) 经济运转处于远离“流动性陷阱”状态

流动性陷阱(liquidity tram)是凯恩斯于《通论》中首先提出来的概念,即由于人们存在交易动机和预防动机的货币需求,货币量的增加(货币流动性提高),利息率下降到一定水平后就无法下降,此时增加的货币量将为人们所全部吸收持有,而不会对投资等实际经济运行产生影响。因此,当经济体系处于在“流动性陷阱”附近运行时,货币供给量的增加(即货币流动性上升)并不会引起利率的改变,因而货币流动性在“利率”角度上并没提高。按照货币流动性的涵义,

完整的货币流动性的完全提高，应在货币供应量增加和货币市场利率下降两个方面同时表现出来。利率的维持不动，可能使居民、企业的投资和消费行为都不致发生变化，因而，此时货币供应量的提高，或以货币量衡量的货币流动性的提高，可能也并不会引起股价指数的上涨。

### 2.3 两种流动性间的相互作用

经济形势对两种流动性都有很大影响，宏观经济情况对两种流动性都密切相关。经济情况的改善，对经济前景乐观的看法会极大地提高两种流动性的一般水平：货币需求量上升，银行和客户承担更高风险的意愿增强（这意味着银行业务规模会扩大，从而通过货币“创造”机制创造出更多的货币来），企业部门对债务的承受能力和意愿也提高。显然，货币流动性支持了市场流动性。对于两种流动性间的关系和相互作用，央行和货币政策在其中起了重要作用。

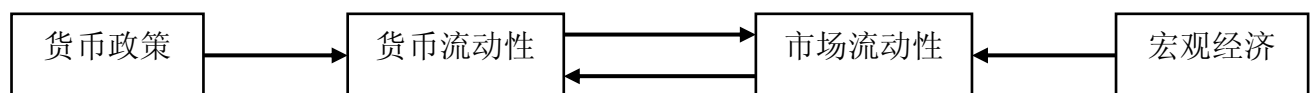


图 2 两种流动性相互影响

由货币流动性的定义可知，货币流动性一般由银行的中、短期负债构成，货币流动性在数量上与非银行部门对银行系统的中、短期存款相等。银行系统的这些负债，既为实体部门中真实经济的运行提供了货币流动性，也为金融部门的证券交易和发行提供了货币流动性。对于金融市场而言，充足的货币流动性通过降低资本成本有力地支持了市场发展，市场容量扩大。在充足的货币流动性和良好的市场流动性并存的场合下，新证券的发行通常会增多。市场容量扩大，直接提高了市场流动性。

## 二、流动性、资金成本和投资

### 1. 流动性并不决定资金成本

资金成本按发生领域和支付性质的不同，可分为资本成本和货币成本。资本成本和货币成本是两个不同的概念。货币成本是指筹集资金所支付的成本，包括资金筹集费用和使用费用。在不考虑筹集费用的情况下，货币成本通常用利率表示。资本成本是指为投资支付资金的费用支出，也包括筹集费用和使用费用。由于我国金融市场的分割性，货币成本和资本成本两者间经常出现背离，货币成本的降低并不一定导致资本成本的降低。显然，货币成本和流动性直接相关，而投资的

资金成本是和投资直接联系的，如图 3 “分别决定的资本成本和货币成本” 所示。

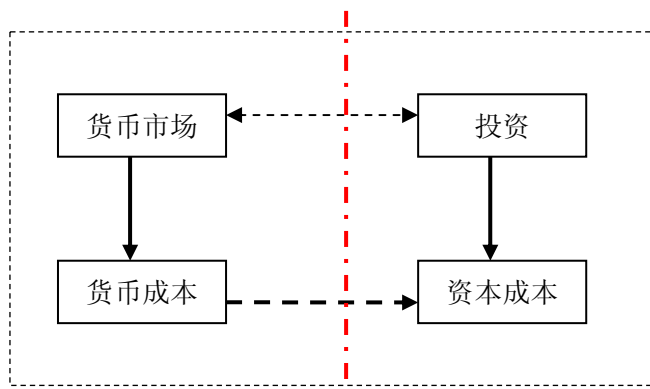


图 3 分别决定的资本成本和货币成本

流动增多自然会推动货币成本的下降。由于流动性的下降，中国的货币成本已一路走低到了出现流动性陷阱状态，如下图 所示。流动性扩张直接推动了银行间同业拆借市场上资金的充裕，同业拆借利率降低。当银行间同业拆借利率低于同期存款利率时，流动性陷阱状态即告成立。

但是，流动性扩张并不一定导致资本成本降低。首先，扩张的流动性并不一定进入投资领域（这取决于经济的复苏强度和投资增长）；其次，资本成本深受投资风险的影响，并不完全取决于供求关系。在不同的经济发展阶段，人们的风险偏好程度会发生变化：经济繁荣期，风险偏好上升，投资的风险溢价下降，同样情况下资本成本降低；经济下行时期，风险偏好下降，投资的风险溢价上升，资本成本升高。资本成本的变化，直接影响了人们投资行为的变化。

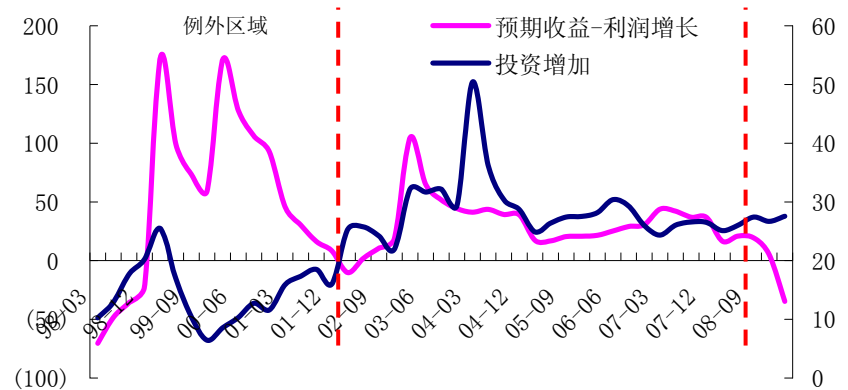
## 2. 是预期收益而非资金成本决定投资

投资行为深受投资所发生资本成本的影响，但并不取决于资本成本；从财务决策的角度，投资行为发生与否，最终取决于投资预期收益和资本成本的比较。资本成本对应着资金供应，而预期收益对应着资金运用。

从微观主体投融资决策的角度，一项投资的净现金流（NPV）、投资收益（EBIT）、内部收益率（IRR）以及敏感性分析等财务决策内容，决定了具体的投资行为。从宏观角度，预期收益较难直接衡量，通常借助指标可借助利润增长情况、工业增加值等间接指标大致判断。投资的资金成本可以用金融机构贷款加权平均利率间接衡量。从投资和预期收益的联系看，我国的投资和预期收益（用利润、工业增加值衡量）高度相关，而和投资成本高度负相关。

投资（城镇固定资产投资完成额累计同比增长）和预期收益（工业企业利润总额累计同比增长），基本上是同向、同步变化的。出现例外区域，都是在经济调整时期，投资受到政府强力推动而人为改变趋势的结果。2000-2001 年期间，工业企业利润增长虽然下降，投资却在增加，正是政府为扭转经济颓势而大力增加投资的结果。2008 年 4 季度后至今，利润增长和投资增长两者间再次出现背离趋势，同样也是政府投资支出大规模增加的结果。

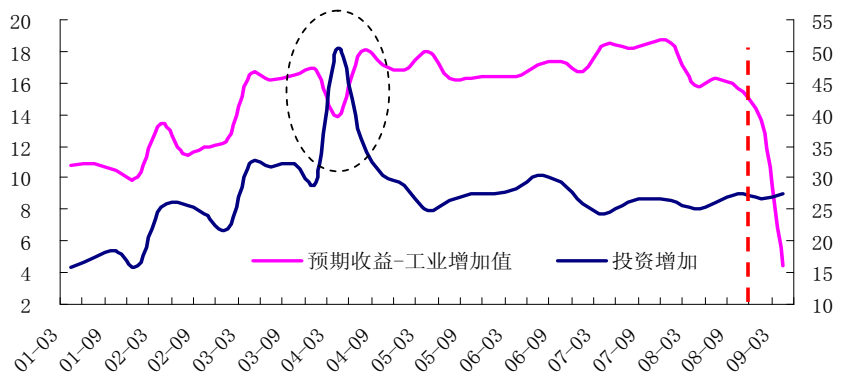
图 4 “投资随预期收益（利润）增长”



数据来源：Wind、上海证券研究所

从预期收益的另一个间接衡量指标（工业增加值）看，投资和预期收益两者间的正相关性仍然成立，如图 5 “工业增长带动投资变化”。2004 年的例外情况，为当时宏观调控冲击的结果（第 5 次宏观调控）。如果去除 2004 年的异动点，将工业增长和投资变化曲线分别平滑化处理，那么两者之间的正相关例外情况就消除。同样，2008 年 4 季度后至今，工业增长和投资增长两者间再次出现背离趋势，也是政府投资支出大规模增加，从而导致投资不下降的结果。

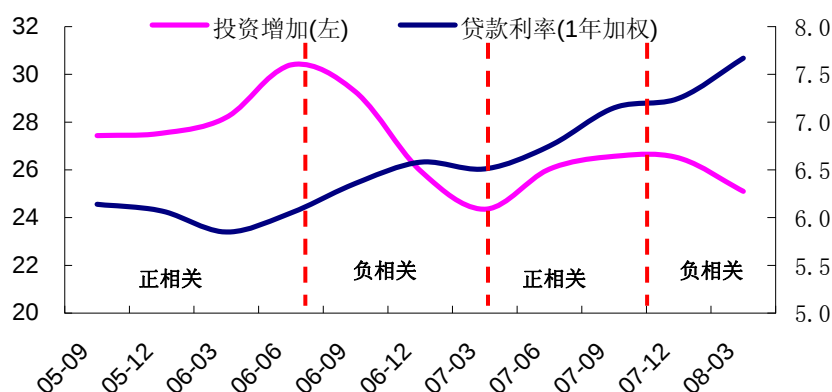
图 5 工业增长带动投资变化



数据来源：Wind、上海证券研究所

但是，投资增长和投资资本成本之间，却并不存在稳定的相关关系。按照投资成本和投资增长之间的关系，两者之间的变动应该是负相关的。然而，实际当中两者之间的关系却出现了多次反复，如下图“投资成本并不决定投资增长”所示。从我们的观察期看，以金融机构人民币贷款加权平均利率表示的投资成本一直在增加，但投资增长却表现出了波动，而这些波动却和预期收益的变化高度相关。因此，是投资预期收益，而非投资成本，决定了当前我国投资的变化。

图 6 投资成本并不决定投资增长



数据来源：Wind、上海证券研究所

### 3. 投资变动与资产价格变化

接下来我们论述投资变动与股价变化间的关系。我们的研究结论是：投资变动和股价实际变化间的关系并不是简单的一一对应关系。

从企业投融资决策的角度说，股票价格的高低，决定了企业的投融资成本大小；因而金融体系中股票价格水平影响着实体经济部门中投资水平的高低。反过来，投资增减变动自然也对股票价格变动有极其重要的影响。首先，投资增减自然一般会引起资本品价格的变化，资本品价格的增减变化意味着资产重置成本的变化。虽然资本品的市场价格并不与资本的重置成本或供给价格相同，但两者之间的变动却是一致的。按照托宾的 q 理论，这会引起厂商对股份数量的调整。如利率降低引起投资（新设实物投资）增加，资产重置成本上升，超过了现有股价水平，企业会采取措施减少股票数量（如股票回购增加库存股份等）；大股东或企业管理层借机收购中小投资者股份也可达到同样效果，且这样的反应乃是现实经济生活中更为常见、更为可行的手段和方法。以上这些做法，都有助于实现股东价值的最大化。股票供给的变化，会在股票价格上得到体现：股票供应增加，在同样情况下，股价会下跌；股票供应减少（假设股份“赎回”制度或“库存”股票制度存在，在这种情况下，企业可通过减少在外流通股份使股价上

涨), 则股票价格上升。

其次, 在现代资本市场发展完善、健全的情况下, 投资并不一定意味着直接地添置厂房、设备, 增加雇佣劳动等, 投资在很多情况下还是对现有生产能力的购买, 即购买其它企业的生产力, 在形式上表现为收购其它公司的股票或股权。这样, 在投资决策中, 资本收益率(以资本边际效率 MEC 和投资边际效率 MEI 为代表)和资本成本之间的比较, 就变成了股票收益率和货币成本即利息率之间的比较。假设股票的收益率不变(这里的收益率仅指股利, 不考虑资本利得), 那么利息率的变化通过对股票需求的改变, 会对股价变动发生直接影响。利率降低, 股票的收益率(经风险调整后)相对上升, 对股票的需求增加, 股价自然要上涨; 利率上升, 股票的收益率不变, 对股票的需求下降, 股价就下跌。

从上面的分析可看出, 同样的条件, 同样的股价变动, 不同的投资形式下, 股票价格的变动机理是不一样的。同样是资本成本降低引起的投资增加, 股票价格上升在直接新设投资方式下, 股价变动是通过股票数量改变发生的; 而在并购(M&A)即购买股票的投资方式下, 股价变动的原因则是股票需求变化。

### 三、流动性增加导致了资产泡沫吗?

#### 1. 流动性变动对资产价格的作用

货币市场与资本市场, 储蓄与贷款, 以及借款与投资行为, 是通过金融体系紧密联系在一起; 影响它们并将它们联系在一起的一个重要因素和纽带是利率。因此, 利率作为货币的价格, 利率的变动, 直接对资本市场上的各种资产价格发生影响。

股票的基础价值和利率共同决定与影响着股票的价格水平。股票的基础价值是影响和决定股票价格的主要和长期因素, 而利率高低则是影响和决定股票价格水平的短期因素, 利率变动会使股价发生短期波动。

流动性对资产价格的影响, 实际上属货币市场与资本市场连接机制问题。流动性属于货币市场范畴, 资产价格是投资市场上资产未来收益的折现。货币市场和资本市场两市场间的联系渠道主要体现在资金连接和价格连接两个方面。理论上, 流动性变动对资产价格的影响方式有二种:

##### 1) 影响财富组合形式(数量连接)

根据货币的效用理论, 人们持有的资产组合中各种类型资产(财富)的边际效用相等, 货币数量的变化使得货币的边际收益改变, 货币的边际收益下降, 股票的预期收益上升; 从而使现时的股票收益低于预期的经风险调整后的收益, 股票价格相对地下降, 股票价格与先前相

比变得更加便宜，股票的吸引力上升，人们就会转而购买股票；当人们转而购买股票时，股票价格就会上升，直至达到一个新的价格水平。在新的均衡价格水平下，单位货币股票投资的、经风险调整后的预期收益和持有单位货币的边际收益相等。通过改变人们持有财富的资产组合结构比例，是通过变动人们资产组合中货币和其它资产（证券、商品）等的持有比例实现的，我们可称之为资产组合效应。

## 2) 通过利率直接影响资产价值（价格连接）

股票的现值或价格，是按利率对未来预期现金收入流量的贴现；利率下降提高了股票预期未来收益的现值，从而造成了股价的上扬。

我们所指的利率是指市场实际利率，而非我国目前利率未市场化下的各种名义利率。

显然，流动性提高通过降低利率提高资产价格的逻辑是成立的，问题是流动性对市场利率的影响。在现代经济体系中，收入和对储蓄的需求是决定金融市场上利率水平的两大主要因素，即使排除“流动性陷阱”状况，实际中流动性对实际利率的影响，也存在不一致性。流动性扩张对市场实际利率的影响是逐渐演进的：

### 1) 初期的货币供给流动性效应

当货币供给增加产生超额流动性时，在货币需求未发生变动情况下，利率至少会暂时下跌；

### 2) 中期的货币供给收入效应

货币供给增加产生的超额流动性将产生更高的产出，提高收入，从而增加货币需求，除非货币供给进一步增加，否则货币需求的增加将产生利率上升的压力；

### 3) 后期的货币供给价格预期效应

货币供给的增长和收入的增加将会产生通货膨胀预期，人们将开始预期价格的上升，资金的贷款人出于同样预期将提高贷款利率，利率不可避免会出现上升趋势，即通胀预期会导致实际利率上升。

在给定的足够长的时间内，货币供给变化的初期流动性效应，将由中期的收入效应与后期的价格预期效应弥补。所以，货币政策变动货币供给变化后，实际利率水平是上升还是下降取决于货币政策变所产生的这三种效应的相对实力。这样，由于流动性变化引起的实际利率变动方向是不定的，因而流动性变动对股价的变动影响也就难以确定。虽然货币变化对货币利率变动的影响是不定的，但均衡证券价格与均衡货币利率间却存在着确定的变动关系：均衡证券价格与均衡证券利率间变动呈反向关系。在金融体系中，资金借贷等投融资行为创造了金融资产及金融工具，货币的借入与贷出或证券的购买与卖出是投资于同一金融资产的资金流的两个不同方向。资金供给者（储蓄人）向金融市场提供资金，同时在金融市场上需求证券作为一种投资；资金

需求者（借款人）则向金融市场提供证券，同时在金融市场上产生资金需求。在一个一体化的、统一的理想金融市场上，货币利率和证券的均衡价格应是同时被决定的。

图 7 和图 8 分别表示均衡证券价格和均衡利率的决定。由图形的比较可知，利率决定图（图 8 所示）上的资金供给曲线（表示金融市场上的贷款供给）与证券决定图（图 7 所示）上的证券需求曲线（同样表示金融市场上的资金供给）是类似的；同样，两市场上资金需求曲线也类似。当资金供求和证券供求处于均衡点时，市场达到均衡利率点（ $i_0$ ）和均衡证券价格点（ $P_0$ ）。

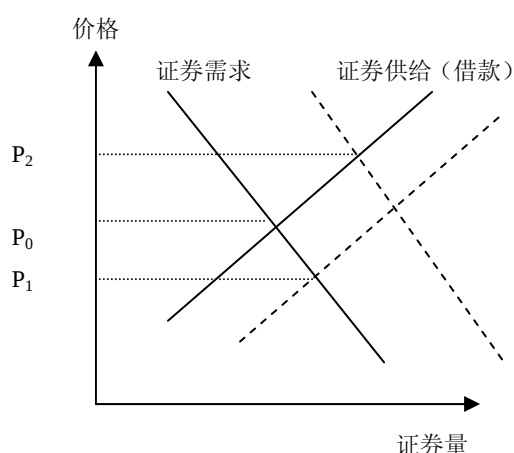


图 7 均衡证券价格的决定

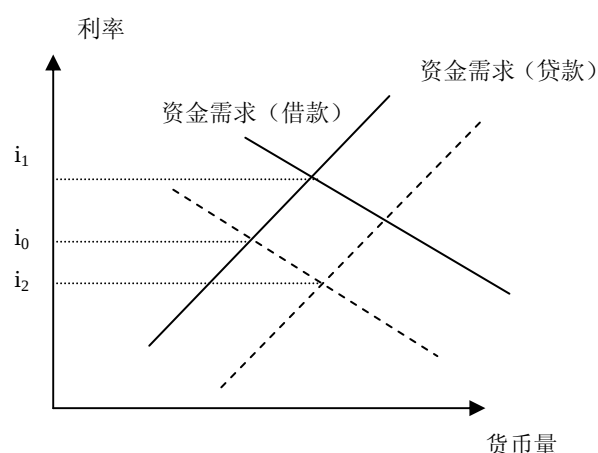


图 8 均衡利率的决定

在经济复苏的情景下（经济扩张期），投资领域内的资本需求增加，证券供给曲线则向由下方移动，市场上证券的供给也增加。而在货币市场上，资金需求曲线将向右上移动。这样，在新的均衡点下，必然形成较低的均衡证券价格（ $P_1$ ）和较高的均衡货币利率（ $i_1$ ）。这是在流动性不发生变动，或变动很少情况下资产价格的变动情况。

此时，如果扩张流动性，首先通过货币市场和资本市场的数量连接机制，导致市场对资产的需求增加，对资产价格上升产生拉力；其次，通过压低货币利率，将提升资产价格的基准。宏观经济基本面的改善，加上流动性扩张，很容易造成资产价格“泡沫”的产生。

在经济继续低迷的情景假设下，货币市场上货币需求不变，流动性增加会导致金融市场上的储蓄继续增多，资金供给增加，资金供给曲线将向左下方移动；流动性增加提高了对资产的需求，证券需求曲线将由于市场上需求增加而向左上方变动，最终达到较高均衡证券价格（ $P_2$ ）和较低的均衡资金利率（ $i_2$ ）状态。

在经济低迷时期，由于投资受预期收益下降的影响而不会有大规模地自发性扩张，资产的供应减少，投资需求力度减弱的情况下，资产价格的升高难以导致“泡沫”产生。

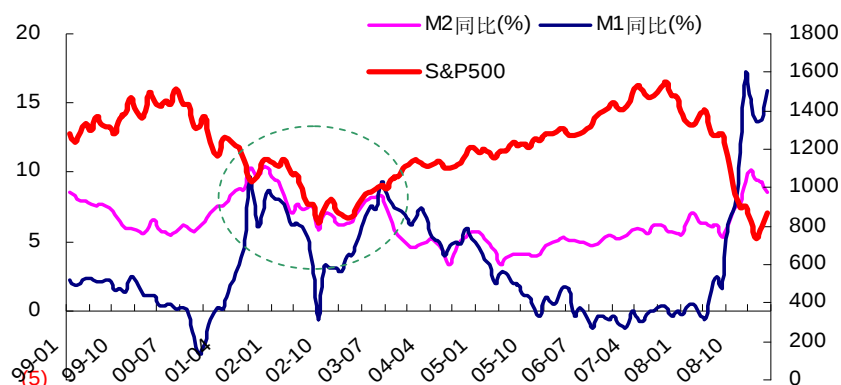
综合分析可知，资产泡沫的产生，通常产生于经济繁荣时期、流动性扩张的情况下。在经济低迷时期，即使扩张流动性，资产泡沫也是很少出现。

## 2. 流动性对资产价格不同影响的实践

流动性扩张要能产生资产价格“泡沫”，通常需要经济基本面的复苏配合，这是上面我们理论分析得出的结论。现在我们来看实践当中的情况，看现实世界是否和我们的分析相吻合。我们考察的美、日两国股票价格、货币增长和 GDP 变化三者间的变动关系，再次印证了我们的分析判断。

1) 经济环境不同导致了流动性对资产价格（股指）的不同影响。观察 1999 年 1 月-2009 年 3 月间美国 S&p500 指数和流动性间的联动关系可知，流动性变化和资产价格变化间并不存在一致的变动关系。流动性扩张推高资产价格仅出现在经济复苏期间，流动性变化要能引起资产价格的同步变化，其前提条件是经济运行也要同步变化，如图“流动性和股指同步变化并非常态（美国）”所示。在我们的观察期内，美国流动性变动和股指间的反向联动关系甚至是一种常态。2004-2007 年间美国股市“泡沫”的膨胀，并没有伴随流动性的扩张，尽管市场普遍认为流动性泛滥是此间美国股市“泡沫”的产生罪魁祸首！但同样在流动性充裕的 1999-2003 年间，股市“泡沫”却没有产生。

图 9 流动性和股指同步变化并非常态（美国）

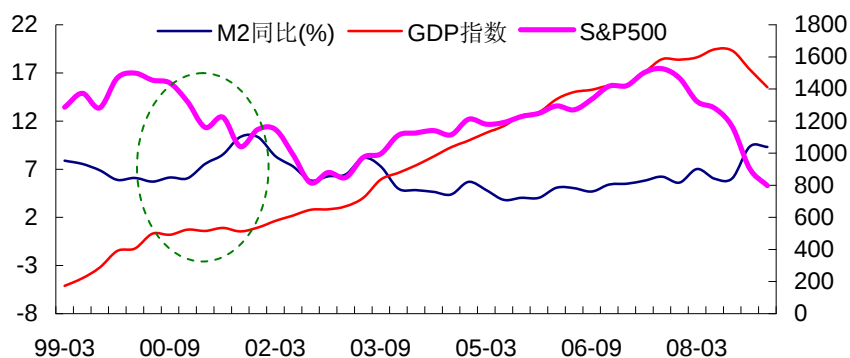


数据来源：Wind、上海证券研究所

我们再分析流动性和资产价格变化不同步的情况。按照前面我们的理论分析，经济低迷时期投资需求减弱，导致了对资产需求的降低，正是这种下降力量抵消了流动性扩张对资产价格上涨的微弱推动作用，使得资产“泡沫”产生的可能性大大降低，如图 10 “经济衰退时扩张流动性不推高股指（美国）”所示。2000 年前后，美国经济的不景

气,导致了流动性扩张和股指变化的背离;随着美国经济繁荣的持续,美国充裕的流动性才开始逐渐推高了股指。

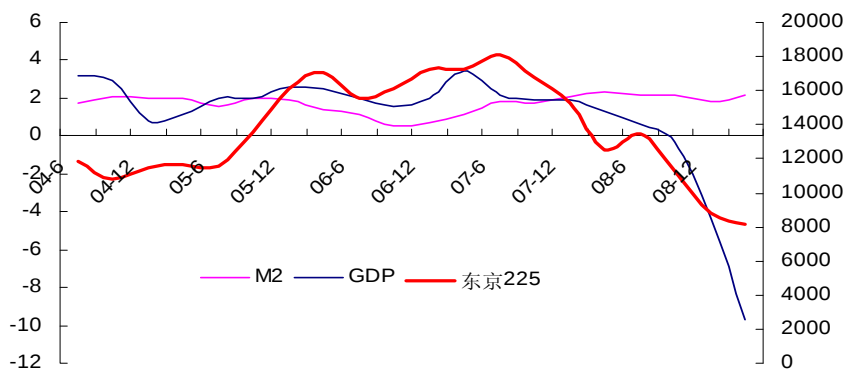
图 10 经济衰退时扩张流动性不推高股指 (美国)



数据来源: Wind、上海证券研究所

2) 经济是决定资产价格的基础。就日本的情况而言,流动性、经济增长和资产价格(股指)也表现出了相似的规律:要么三者同步变动,要么两两背离。日本股市的表现再次说明:流动性对资产价格的影响是情势相关的,经济是决定资产价格的基础。资产的价值在于资产能够带来未来的收益,资产价格正是这个预期收益的折现价值。资产的预期收益自然跟经济运行情况相关,当经济处于上升通道时,预期收益增加,资产基准价格自然上升;当经济处于衰退期时,情况正好相反。经济繁荣时期,流动性扩张为资产价格的上涨提供了可能,流动性和资产价格同步上涨,并有可能加剧“泡沫”膨胀;经济衰退时期,流动性扩张在资产预期收益降低的影响下,有和资产价格背离的趋势。日本 GDP 增长、股指变动(东京 225)和 M2 增长,三者间在 2004 年 6 月-2009 年 3 月期间表现,完全表现了这个规律,如图 11 “流动性仅在经济复苏时推高股指(日本)”所示。2009 年日本流动性扩张,股指反而下降,正是受经济衰退影响的结果。

图 11 流动性仅在经济复苏时推高股指 (日本)



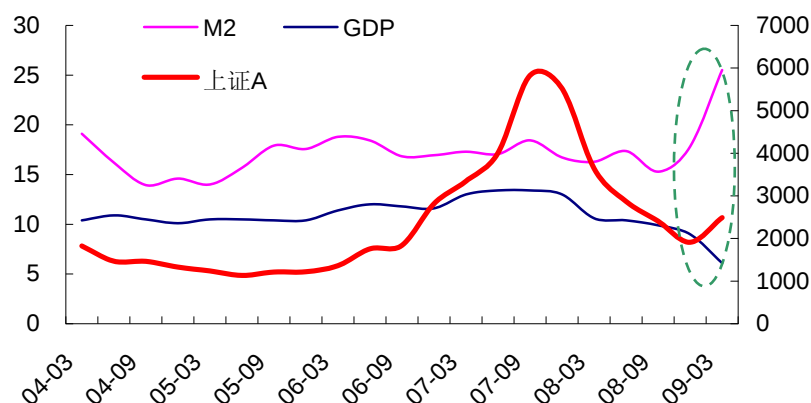
数据来源: Wind、上海证券研究所

### 3. 当前中国流动性扩张推高的资产价格基础稳固吗？

#### 1) 基础是否稳固要看中国经济是否仍处经济扩张期

我国的流动性、经济增长和股指变化间关系，也同样表现除了同样的规律，但在刚过去 2009 年 1 季度，三者之间的联动关系出现了例外：流动性扩张在经济下行背景下，同样推高了股指，如图 12 “中国流动性开始单独推高股指” 所示。

图 12 中国流动性开始单独推高股指



数据来源：Wind、上海证券研究所

按照我们的分析，单一流动性扩张是难以驱动资产价格提高的（短期波动除外）。对当前我国流动性扩张、推动股指上升的现象，市场的普遍解释是：经济已经见底，股指提前反映经济走势。

前面我们分析指出，流动性扩张要能推动资产价格上升，只有在经济扩张的前提条件下。经济扩张的界定，是实际经济增长超过经济潜在增长，即实际 GDP 相对于潜在 GDP 上升。因此，中国目前扩张的流动性所推高的股指是否牢固，关键看中国潜在 GDP 的水平如何。

中国潜在的 GDP 增长率，至今为止仍然是一个难以确定的量。可以肯定的是，如果中国经济就此复苏，那么不论潜在增长水平如何，股指的提高就是坚实的。

但是，我们认为，中国经济还只是企稳，还没到复苏阶段。中国此轮的经济调整，是去库存和消化过剩产能两个过程叠加的结果。两周期叠加的结果，导致了此轮中国经济调整周期的未来走势：先是快速下降阶段，后是漫长的底部运行阶段。目前看来，中国经济调整由上述两个周期叠加决定的进程不太可能打破。本轮世界经济的调整设计到生产-消费循环的根本性重构，周期会很长，外部需求的恢复会比较缓慢。就中国内部的需求情况而言，当前信贷高增长状态也难以推动经济反弹。目前我国宏观经济运行已度过了快速阶段，开始进入相对较长的底部运行阶段，2009 年中国经济很有可能保持低位平稳运

行。

在中国经济不会很快复苏的情况下，当前抬高的股指是否稳定，就取决与经济潜在增长率和现有水平的比较。对流动性推高资产价格是否稳固的判断，就变成了对现在中国潜在增长率水平的判断。

## 2) 中国当前经济潜在增长水平的判断

潜在经济增长率是指一国（或地区）在各种资源得到最优和充分配置条件下，所能达到的最大经济增长率。潜在经济增长水平高低取决于两个因素：资源最优利用；资源充分利用。资源既包括自然资源，也包括人力资源、技术和管理，还包括制度安排和经济政策。资源最优利用，意味着经济发展是可持续的，即不能以损害环境为代价的短期扩张；资源充分利用，指各种资源可利用程度达到最优，即既无闲置，也无过度利用现象。在对中国过往经济潜在增长率的判定中，资源充分利用被充分估计，但对资源最优利用，却被极大忽视，导致环境问题和各社会问题日渐积累。

不同资源的最优利用程度所对应的经济增长速度是不一样的。对中国而言，低于 8% 的年 GDP 增长，就业问题就会出现，即人力资源就会出现闲置现象；但对环境资源来说，8% 显然还是大大突破了环境的承载力。

精确测定潜在增长率的数量是很难的，因为潜在经济增长率不能直接测算，只能经验估计。潜在增长率还是动态变化的，随着社会各种资源的开发和积累而变化。

比较周边各国经济起飞阶段的长期平均增长率，我国改革开放后的长期平均经济实际增长率相对较底，只有 6.1%（经购买力平价法调整）。与周边国家比，由于我国改革开放仍有待完善，中国经济运行效率自然较低。相对于国际水平，如果以长期可比增长率为我国的经济潜在增长率，我国的经济潜在增长水平应在 6.1% 左右。

表 1 中国增长国际比较（经 PPP 调整）

| 国家 | 比较时期      | 总增长  | 平均增长 |
|----|-----------|------|------|
| 中国 | 1978-2004 | 370% | 6.1% |
| 日本 | 1950-1973 | 460% | 8.2% |
| 韩国 | 1962-1990 | 680% | 7.6% |
| 台湾 | 1958-1987 | 600% | 7.1% |

数据来源：world bank, 上海证券研究所

我国以往对潜在增长率的判定，由于不重视资源的可持续最优利用，估计普遍偏高（8% 以上），实际上，考虑环境和社会和谐因素，从中国经济长期运行的情况判断，中国目前 GDP 的潜在增长水平应在 6%-7% 之间。过去 30 年，中国经济几乎连年处在经济扩张期。

### 3) 经济基础决定资产价格是否稳固

按照经济运行是否处在经济扩张期，流动性扩张对资产价格的影响，也就相应区分两种情况：

**1) 经济运行处于潜在增长水平下方。**此时，股指上升的基础是不稳固的。正如我们在之前的报告（HYX09-HGZT03）所指出的，由于实体领域流动性需求不旺，在流动性不断增加的情况下，流动性的分布结构必定会有向金融体系流动的趋势；在中国上层金融体系不发达、吸纳流动性能力有限的情况下，增加的流动性会在很大程度上涌向了金融领域；流动性的增加，并不一定会推高资产价格，但一定会导致资本市场波动性增加。

**2) 经济运行高于潜在增长水平。**此时，按照我们对经济运行状况的界定，中国经济增长虽然下降，但仍然处于经济扩张时期，流动性扩张对资产价格提升的基础是稳固的。这种情况下，充裕的流动性极有可能造成高资产价格和低市场实际利率的局面。经济增速的降低，先是造成了股市的走高和货币市场实际利率走低，随着资产价格提高带来的财富效应逐渐显现，经济会逐渐复苏。

正如我们在先前的报告中所指出的，宏观经济情况影响了流动性的分布，当经济开始复苏时，实体经济吸引流动性增加，资本市场的流动性分布可能减少，从而反而有可能造成资产价格的下降。但这种下降只能是暂时的。

我们对经济的判断是，经济下降已经企稳，全面复苏仍未至，未来6-12个月内经济将在目前底部运行。2009年1季度，我国GDP真实增长率为6.1%，接近我们估计的潜在增长率下限。因此，对中国当前经济运行状态，已很难准确判断是否仍处在经济扩张期。如果中国经济真实增长率2季度能恢复到7%以上，当前流动性推动的资产价格上涨就是基础稳固的。

### 4. 以“泡沫”治“泡沫”的政策能否有效？

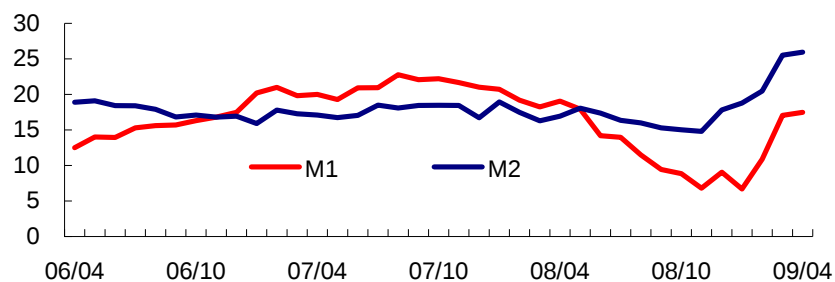
中国当前扩张的流动性，主要体现为信贷泡沫。中国当前正在吹起的信贷泡沫，能否挽救摇摇欲坠的房地产泡沫？能否抵消已破灭的商品泡沫对经济的不良影响？能否夯实复苏的股票资产价格？这些都是流动性扩张政策能否见效的前提问题。

在一个以增量房产为主的房地产市场上，房地产市场的演进取决于市场本身供求结构变动情况。我们在之前的报告（HYX09-HGZT03）中，详细分析了房地产市场供求结构的变化趋势，按照这一变化趋势，房地产市场“泡沫”的破裂是一个大概率事件。

扩张的流动性，要能抵消商品泡沫破裂对经济的冲击，就要提高有效需求，即货币增多要能提高当前的有效需求水平。但在经济下降时期，增加货币投放却并不一定会提高需求水平。货币难以转化为有效需

求，货币投放增多只会造成经济体系中货币流通速度的下降，在实际当中通常表现为资金定期化现象增加，即经济下降时期扩张货币通常造成 M2 快于 M1 的上升，储蓄比重上升等，如下图 13 “中国货币供给变化 (%)” 所示。

图 13 中国货币供给变化 (%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

因此，结合上面我们对流动性扩张对资产价格影响的分析。中国当前以“泡沫”治“泡沫”的政策，要想取得政策效果，还存在较多的变数，其中的关键，还是看中国当前经济是否仍处在经济扩张状态！

## 分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定义                        |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定义                            |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。